



Munich Personal RePEc Archive

**The role of credit rating agencies:  
between the reduction of financial crisis  
incidence and the causing of it**

Boudekhdekh, Karim and Kerbache, Rahma

University of Jijel, University of Algiers

3 February 2013

Online at <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/55420/>

MPRA Paper No. 55420, posted 20 Apr 2014 10:49 UTC

الملتقى الدولي الثاني حول:

"الأزمة الاقتصادية العالمية الراهنة وتأثيراتها على اقتصاديات شمال إفريقيا"

يومي 19 و 20 جوان 2013

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة تبسة

مداخلة بعنوان:

دور وكالات التنقيط العالمية: بين الحد من الأزمات المالية و التسبب فيها

أ. كرباح رحمة

جامعة الجزائر 03

أ.بودخدخ كريم

جامعة جيجل

ملخص:

تحتل وكالات التنقيط العالمية مكانا هاما وحيزا كبيرا في فعاليات النشاط الإقتصادي العالمي، حيث ظهرت بالأساس لتكون كأداة للحد من المخاطر المالية وما ينتج عنها من أزمات مالية حادة، حيث أنها تهدف بشكل رئيسي من جهة إلى العمل على مساعدة المتعاملين في مختلف الأسواق المالية على اتخاذ قراراتهم الإستثمارية والتمويلية، ومن جهة أخرى تساهم في خلق المنافسة من خلال دفع المؤسسات الخاضعة للتنقيط إلى تحسين أدائها لتجنب التنقيط السيء وما يتبعه من آثار سلبية على عملياتها التمويلية.

ونظرا لانعدام الشفافية في نشاطاتها وتواطئها مع العديد من المؤسسات الخاضعة للتنقيط، تحولت هذه الوكالات إلى أداة للتسبب في الأزمات المالية، حيث أن منحها تنقيطا جيدا يخالف الوضعية المالية السيئة للمؤسسات المعنية لأسباب عديدة، زاد من توجه هاته الأخيرة نحو إصدار سندات والتي لم تتمكن من الوفاء بها في تاريخ استحقاقها مما أدى إلى إفلاس المؤسسات الدائنة لها، وهذا ما دفع نتيجة للعولمة المالية إلى انتقال عدوى الإفلاس لمختلف المتعاملين بشكل تسبب في بروز الأزمة المالية لـ 2008.

الكلمات المفتاحية: وكالات التنقيط، المخاطر المالية، الأسواق المالية، الإفلاس، السندات.

## دور وكالات التتقيط العالمية: بين الحد من الأزمات المالية و التسبب فيها

أ.بودخدخ كريم

جامعة جيجل

أ. كرياش رحمة

جامعة الجزائر 03

### مقدمة:

شهد النشاط الإقتصادي العديد من التطورات و التحولات مع بروز ظاهرة العولمة الإقتصادية، والتي وإن كان لها العديد من الجوانب الإيجابية إلا أنها لم تخل من جوانب سلبية كان لها الأثر البالغ على حركية المبادلات الإقتصادية تجارية كانت أو مالية.

ويحتل النشاط المالي أهمية كبيرة في النشاط الإقتصادي، نظرا لما يوفره بالخصوص من سيولة وتمويل لمختلف المتعاملين الإقتصاديين، وعلى هذا الأساس تعاظمت أهمية الأسواق المالية التي تحولت إلى عصب الحياة الإقتصادية في العصر الحديث.

وقد ظهرت وكالات التتقيط لأول مرة في شكلها القديم للعمل على توفير البيانات للمتعاملين في الأسواق ومن ثم مساعدتهم في اتخاذ القرارات الإستثمارية، وتحول دورها بداية القرن العشرين إلى وضع تتقيط يعكس الملاءة المالية للمؤسسة الممنوح لها وبالتالي مدى قدرتها على الوفاء بالتزاماتها.

وانطلاقا من هذا الأساس اعتبرت وكالات التتقيط على أنها أداة من أدوات إدارة المخاطر المالية على المستوى الكلي تساهم في ضبط المبادلات المالية وتجنب الإقتصاد العالمي الوقوع في أزمات مالية حادة، لكن ومع بداية الألفية الثانية بدأت تدور الشكوك حول عمل هاته الوكالات، وتعززت أكثر بعد الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، أين تم تحميل جزء كبير من أسباب حدوثها لوكالات التتقيط العالمية الثلاثة : Fitch, Moody's, Standard & Poor's التي تستحوذ على الحصة السوقية الأكبر في مجال التتقيط.

وعلى هذا الأساس نحاول في هذه الورقة البحثية تناول هذا الموضوع والإجابة على الإشكالية التالية:

**كيف تحولت وكالات التتقيط من أداة للحد من المخاطر والأزمات المالية إلى أداة للتسبب فيها؟**

## 1. مفهوم وكالات التتقيط

تعرف وكالات التتقيط على أنها مؤسسات مالية تتولى انطلاقا من جملة إجراءات و أساليب وضع تتقيط لمختلف المؤسسات المالية والشركات يوضح مدى ملاءمتها وقدرتها المالية والإئتمانية.

كما يمكن أن تعرف على أنها مؤسسات تتولى تقييم و تتقيط خطر مؤسسة ما قصد إعلام المؤسسة المعنية نفسها الخاضعة للتتقيط وكذا مختلف المتعاملين والمستثمرين الراغبين في شراء أو تملك الأوراق المالية التي تطرحها المؤسسة المعنية بمدى قدرتها على الوفاء بالتزاماتها المالية في الآجال المحددة<sup>1</sup>.

وتلعب وكالات التتقيط أو وكالات التصنيف دورا مهما ورئيسيا في الإقتصاد العالمي وخصوصا على مستوى الأسواق المالية، إذ أنه وانطلاقا من طبيعة عملها، فإن المستثمرين يركزون في اتخاذ قراراتهم الإستثمارية على مختلف النتائج التي تخرج بها تقارير تتقيط وتصنيف المخاطر المعدة من قبل هذه الوكالات.

## 2. نشأة وكالات التتقيط

ظهرت وكالات التتقيط لأول مرة في الولايات المتحدة الأمريكية ، حيث برزت أول وكالة تتقيط سنة 1841 تحت مسمى 'the mercantile agency' ، حيث جاء ظهورها كرد فعل على الأزمة المالية التي حدثت سنة 1837، والتي اعتبرت كنتيجة لضعف انتقال المعلومات والبيانات بين مختلف المتعاملين وبالتالي جاءت هذه الوكالة لتتولى جمع وتوزيع البيانات والمعلومات على مختلف المتعاملين بما يساعد على اتخاذ أفضل القرارات الإقتصادية التجارية والمالية.

وبدأت عملية التتقيط لأول مرة سنة 1909 من طرف مؤسسة 'moody`s' التي كانت أول مؤسسة تضع نظاما تتقيطيا خاصا بشركات السكة الحديدية وذلك من طرف مؤسسها 'john moody'، وذلك ابتداء من Aaa التي تعني وضعية مالية جيدة إلى غاية F التي تعني وضعية مالية سيئة، وابتداء من منتصف سنة 1910 برزت كل من مؤسستا 'standard and poor`s' و 'Fitch' كمؤسستان مختصان في مجال التتقيط، ثم شهدت سنة 1918 بروز "تتقيط الخطر السيادي" المرتبط بتحديد ملاءة الدولة والذي تولت إعداده مؤسسة 'moody`s'<sup>2</sup>.

### 3. آلية التنقيط

تكون عملية التنقيط بناء على طلب المؤسسة الراغبة في الحصول على تنقيط يعكس مدى قوتها وصلابتها المالية والإئتمانية، حيث تستغرق هذه العملية فترة من 8 إلى 12 أسبوعاً وتتم على 4 مراحل<sup>3</sup>:

#### أ\_ المرحلة الأولى: إعداد المستندات وتقديمها لوكالة التنقيط

بعد قيام المؤسسة الراغبة في الحصول على تنقيط بتقديم طلبها إلى وكالة التنقيط، فإنها تتبع ذلك بتقديم المستندات التي تطلبها الوكالة والمتعلقة بـ: وضعيتها المالية، هيكله رأسمالها، وضعها في السوق وقدرتها التنافسية، هيكلها التنظيمي و آفاق تطورها المستقبلية...الخ، وزيادة على ذلك فإنه يتواجد على مستوى كل مؤسسة ما يسمى بـ"مستشار التنقيط"، والذي يتولى مهمة مرافقة ومساعدة وكالة التنقيط في مهمتها، وبالأخص توضيح نقاط القوة والجوانب الإيجابية للمؤسسة المعنية بالتنقيط، وذلك كتبرير واستباق لأية جوانب ونقاط سلبية قد تتوصل إليها الوكالة من خلال دراستها للمستندات.

#### ب\_ المرحلة الثانية: تحليل وكالة التنقيط للمستندات

تستغرق هذه العملية أسبوعين أو ثلاثة أسابيع، حيث أنه قد تتخللها إمكانية طلب الوكالة لمستندات إضافية من طرف المؤسسة المعنية الخاضعة للتنقيط، قد التوصل إلى نتائج واقعية ودقيقة تعكس حقيقة الوضعية المالية والإئتمانية للمؤسسة المعنية.

#### ج\_ المرحلة الثالثة: زيارة محلي الوكالة للمؤسسة الخاضعة للتنقيط

يتولى المحللون زيارة المؤسسة الخاضعة للتنقيط، وذلك بغرض إجراء مقابلات مع المسؤولين في المؤسسة الخاضعة للتنقيط بمختلف مستوياتهم و مهامهم، وذلك ما يدفع في الغالب مسؤولي كل مؤسسة من المؤسسات الخاضعة للتنقيط إلى الإجتماع فيما بينهم قصد تحضير طريقة الرد على أسئلة واستفسارات المحللين.

#### د\_ تحضير التقرير النهائي وتقديم التنقيط

بعد القيام بزيارة المؤسسة الخاضعة للتنقيط، يقوم المحللون بإعداد تقاريرهم التي تقدم إلى الهيئة المختصة بتقديم التنقيط، والتي تقوم بناء على ما جاء فيها وعلى ما جاء في تقارير تحليل المستندات الخاصة بمختلف جوانب نشاط المؤسسة الخاضعة للتنقيط، بوضع التنقيط النهائي الذي يعكس حقيقة الوضعية المالية والإئتمانية للمؤسسة.

والجدير بالذكر أن وكالات التتقيط في الغالب تخضع التتقيط المقدم للمؤسسات إلى التعديل في كل مرة، وذلك تزامنا مع أية أحداث أو مجريات قد تساهم في التأثير على وضعية المؤسسة من مختلف الجوانب سواء بالسلب أو بالإيجاب.

#### 4. معايير التتقيط

إن عملية تحليل الخطر المالي المرتبط بالمؤسسة ومعرفة مدى قدرتها على سداد مختلف التزاماتها سواء كانت قصيرة متوسطة أو طويلة الأجل، تقوم على اعتبار عدة عوامل منها الكمية ومنها النوعية، حيث أن ترجيح هذه العوامل في عملية التتقيط يختلف من وكالة لأخرى تبعا لرؤية كل طرف لأهمية هذا العامل ودلالته على الوضعية المالية والإئتمانية للمؤسسة الخاضعة للتتقيط، حيث تتمثل العوامل الكمية في: حجم السيولة، حجم الربحية، نسبة ملاءة رأس المال وغيرها....، في حين أن العوامل النوعية تتمثل في: نوعية الأصول، نوعية الخصوم، طبيعة مجلس الإدارة وغيرها.....

وتقوم عملية التتقيط عموما على أربعة معايير هي <sup>4</sup> :

أ\_ **خطر الدولة:** وهو من بين أهم العوامل المؤثرة في عملية التتقيط، حيث أنه يتعلق بدراسة الاختلالات والأحداث التي تحدث على مستوى الدولة التي تمارس فيها المؤسسة أو أحد فروعها نشاطها، حيث أن ذلك يؤثر بصفة مباشرة أو غير مباشرة على المؤسسة وبالتالي على قدرتها في سداد التزاماتها.

ويرتكز دراسة خطر الدولة على دراسة المحيط الإقتصادي والسياسي والإجتماعي فيها، بحيث أن الإستقرار السياسي يلعب دورا كبيرا في التأثير على القرارات الإستثمارية ومن ثم الآفاق الإقتصادية وهذا ما يؤثر بالضرورة على المؤسسات الناشطة في هذه الدولة.

#### ب\_ وضعية المؤسسة في السوق

تهتم وكالات التتقيط بتحليل المحيط الذي تنشط فيه المؤسسة الخاضعة للتتقيط من حيث مكانتها في السوق وقدرتها التنافسية، كما تقوم بدراسة الوضع التنظيمي والتشريعي والقانوني للسوق ومختلف تأثيراته على نشاط المؤسسة حاضرا ومستقبلا.

#### ج\_ هيكل المؤسسة

يدخل الهيكل التنظيمي للمؤسسة الخاضعة للتتقيط في التأثير على تتقيط المؤسسة، حيث أن هنالك العديد من المؤسسات التي تكون فروعاً تابعة لمجمعات، وبالتالي فإن وضعيتها المالية وقدرتها الإئتمانية

تتأثر بالوضع المالية للمجمع الأم، مما يحتم على وكالات التقييط الإهتمام بالهيكل التنظيمي للمؤسسة الخاضعة للتقييط قصد تجنب أية قصور تؤدي إلى تقديم تقييط خاطئ.

#### د\_ وضعية الأموال الخاصة

يعود اهتمام وكالات التقييط بالأموال الخاصة في ارتكازها على تقييط المؤسسات لأهميتها في إعطاءها القدرة والإمكانية على مواجهة أية صدمات أو أزمات مالية، حيث أن ارتفاع حجم الأموال الخاصة يمكن المؤسسة من تغطية كامل السليبيات الأخرى تقريبا، وبالتالي فهي تبرز كصمام أمان يساعد المؤسسة في تعزيز قدرتها على سداد التزاماتها في تواريخها المحددة.

وزيادة على ما سبق، فإن وكالات التقييط تعطي أهمية أخرى لاستشراف المستقبل المالي للمؤسسة الخاضعة للتقييط، وذلك من خلال استنادها للتوقعات بخصوص التطورات المستقبلية المتعلقة بالمؤسسة والتي تمس: حجم السيولة، حجم الأرباح، حجم الديون، المحيط السياسي و الإقتصادي والإجتماعي في بيئة النشاط، حجم الأموال الخاصة وغيرها من المؤشرات التي يكون لها تأثير على وضعية المؤسسة المالية وقدرتها الإئتمانية.

و تنص اتفاقية بازل 2 فيما يخص التقييط على ما يلي<sup>5</sup> :

\_ إذا خضعت المؤسسة للتقييط من وكالة معينة، فإن المتعاملين يتوجب عليهم أخذه بعين الاعتبار؛

\_ إذا خضعت المؤسسة للتقييط من وكالتين، فإن المتعاملين يأخذون بعين الاعتبار التقييط الأدنى؛

\_ إذا خضعت المؤسسة للتقييط من طرف عدة وكالات، فإن المتعاملين يأخذون بعين الاعتبار أدنى

تقيطين ممنوحين لها.

#### 5. أصناف التقييط المختلفة

إن مختلف أصناف التقييط التي تضعها وكالات التقييط للمؤسسات والتي يكون الهدف منها هو توضيح الملاءة المالية للمؤسسات ومدى قدرتها على الوفاء بالتزاماتها المالية والتي تكون على مستويات عدة تتحدد بناء على المعايير السابقة الذكر، حيث أنها تمس<sup>6</sup> :

\_ مختلف أنواع المتعاملين سواء كانت مؤسسات خاصة أو عامة أو دول والتي تنشأ عن تعاملاتها المالية المتعددة التزامات بتسديد أصل دين وفوائده لجهة ما؛

\_ مختلف أنواع أوراق المديونية (السندات) المطروحة في السوق المالي، والتي يتعلق التتقيط بها بحيث أن تتقيط هاته السندات هو نفسه تتقيط المؤسسة المصدرة لها وبالتالي يوضح القدرة الائتمانية لها.

وتتولى كل وكالة تتقيط وضع نظام تتقيط خاص بها على المدى القصير والمدى الطويل، حيث أن كل تتقيط يكون إما ذو بعد استثماري investment grade والذي يعني أن المؤسسة تواجه خطرا ائتمانيا مقبولا، أو ذو بعد مضارباتي speculative grade والذي يعني أن المؤسسة تواجه خطر الإفلاس وعدم القدرة على الوفاء بالتزاماتها بشكل حقيقي.

وتختلف أصناف التتقيط ومعاييرها من وكالة لأخرى ، لكن في الغالب نجد أربعة مستويات لأصناف التتقيط A,B,C,D وكل مستوى معين يتضمن مستويات فرعية وسطية فيه، حيث أنه ما بين AAA و A فإن ذلك يعني ديون المؤسسة مضمونة ولا تتضمن خطرا إلا بنسبة 0,05%، ما بين BBB و B فإن ذلك يعني أن ديون المؤسسة في وضعية تجعلها محل مضاربة وبالتالي ظهور حالة لا استقرار و شك بخصوص قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها، ما بين CCC و C فإن ذلك يعني أن المؤسسة في حالة خطر الإفلاس وعدم القدرة على الوفاء بالتزاماتها، أما ما بين DDD و D فإن ذلك يعني عدم قدرة المؤسسة بشكل حقيقي على الوفاء بالتزاماتها<sup>7</sup>.

والشكل التالي يوضح لنا مستويات التتقيط الممنوح للمؤسسات من طرف وكالات التتقيط الثلاثة الأشهر عالميا والتي تستحوذ على حصة سوقية تعادل 90%:



الشكل 01: مستويات التقييط المختلفة المعتمدة على مستوى أشهر وكالات التقييط العالمية

	Moody's	Standard & Poor's	Fitch Ratings
1	Aaa	AAA	AAA
	Aa1	AA+	AA+
2	Aa2	AA	AA
	Aa3	AA-	AA-
	A1	A+	A+
3	A2	A	A
	A3	A-	A-
	Baa1	BBB+	BBB+
4	Baa2	BBB	BBB
	Baa3	BBB-	BBB-
	Ba1	BB+	BB+
5	Ba2	BB	BB
	Ba3	BB-	BB-
	B1	B+	B+
6	B2	B	B
	B3	B-	B-
7	Caa	CCC+	
8	Ca	CCC	CCC
9	C	CCC-	
10	D	D	DDD

Source: Ilanah Jospé et autre : « les failles des agences de notation », 2012, p28 .

المستوى 1: ضمان أمثل

المستوى 2: ضمان ذو رتبة أعلى

المستوى 3: ضمان ذو رتبة متوسطة

المستوى 4: ضمان ذو رتبة أدنى

المستوى 5: لا ينصح بالإستثمار فيه

المستوى 6: لا ينصح بالإستثمار فيه بشكل كامل \_ مستوى عال من هجمات المضاربة \_

المستوى 7: عدم القدرة على الوفاء بالإلتزامات في الظروف العادية المشجعة

المستوى 8: خاص فقط بالمضاربة

المستوى 9: تأخر في الدفع وعلى وشك الإفلاس

المستوى 10: في حالة إفلاس

## 6. أهمية وكالات التتقيط كأداة لإدارة المخاطر

تزايدت أهمية وكالات التتقيط العالمية في الإقتصاد العالمي خصوصا منذ منتصف السبعينات من القرن العشرين، وهي المرحلة التي تمثل تحولا في النشاط الإقتصادي العالمي وبالخصوص المالي منه، حيث شهدت هذه المرحلة تحرير الأسواق المالية والخدمات المصرفية، إضافة إلى تطور الهندسة المالية التي زادت من تعقيد المبادلات و الإلتزامات على وجه الخصوص خصوصا مع ظهور المشتقات المالية، وبالتالي فإن ذلك كان له الأثر البالغ من حيث تزايد المخاطر المالية في الأسواق المالية العالمية، وهو ما زاد من أهمية الدور الذي تلعبه وكالات التتقيط العالمية والمتمثل في:

### أ\_ مساعدة المتعاملين على اتخاذ القرارات في السوق المالي:

إن أهم قضية مؤثرة على مستوى المعاملات المالية هي حالة الشك وعدم الثقة بين كل من المقرض والمقترض سواء على مستوى البنوك أو أسواق رؤوس الأموال، وعلى هذا الأساس فإن وكالات التتقيط العالمية تساهم من خلال التتقيط الممنوح للمؤسسات والموضح لقدرتها المالية والإئتمانية في إعطاء رؤية وتصور لمختلف المتعاملين في الأسواق المالية ومن ثم مساعدتهم في اتخاذ قراراتهم المالية المتعلقة بالديون سواء في شكل قروض أو سندات.

فالتتقيط الجيد يثبت أن المؤسسة في وضعية مالية جيدة، ومن ثم فإنه يمكنها الإستدانة سواء بطلب قروض أو بطرح سندات وفق شروط ميسرة وفي صالحها دون أية ضغوط، حيث يزيد إقبال المتعاملين على تمويلها سواء عن طريق منحها قروضا أو بشراء سندات، في حين إن كان تتقيطها سيئا فإن ذلك يعني أنها في وضعية مالية سيئة، ومن ثم فإنها ستجد لا محالة صعوبة في الحصول على التمويل سواء عن طريق القروض أو طرح السندات، حيث أن ذلك يفرض عليها القبول بالشروط الصعبة التي يفرضها أصحاب الفائض خصوصا الفائدة المرتفعة، زيادة على تعرض أوراقها المالية المطروحة مسبقا إلى موجات كبيرة من البيع نتيجة تخوف المستثمرين من صعوبة تحصيل حقوقهم المرتبطة بها مستقبلا، وهو ما يزيد من حدة الأثر السلبي على المؤسسة التي تحصل على تتقيط سيء، نظرا لدلالاتها السلبية في نظر المتعاملين<sup>8</sup>.

## بـ المساهمة في زيادة المنافسة بين المؤسسات للحصول على تنقيط جيد:

إن الآثار السلبية للتنقيط السيء التي تم الإشارة إليها سابقا والتي تمس بالأساس صورة ومكانة المؤسسة المعنية به في نظر المتعاملين في الأسواق المالية، تدفع بالمؤسسات إلى العمل على تحسين أدائها ونتائجها بما يجنبها الحصول على تنقيط سيء و يضمن لها الحصول على تنقيط جيد يساهم في تحسين صورتها أما المستثمرين وبالتالي التمتع في مركز مريح يضمن لها توافر المصادر التمويلية وفق شروط ميسرة.

وعلى هذا الأساس فإنه من الواضح أن وكالات التنقيط ومن خلال تنقيطها الذي يعكس الوضعية المالية والمقدرة الائتمانية للمؤسسات تساهم في تحسين أداء السوق ككل مما ينعكس إيجابا على النشاط الإقتصادي، إذ أنه يبعد المؤسسات عن أية حالة تراخ أو إهمال أو لا مبالاة قد تؤدي إلى حصولها على تنقيط سيء ينتج عنه ضعف المقدرة التمويلية وما يصاحب ذلك من تأثير سلبي على النشاطات الإستثمارية التوسعية.

## جـ الحد من الأزمات المالية:

إن ما تقوم به وكالات التنقيط العالمية من وضع تنقيط خاص بكل مؤسسة يساعد على اتخاذ أفضل القرارات الإستثمارية في الأسواق المالية والمبنية بناء معايير دقيقة وواقعية، يساهم في الحد من المخاطر و الأزمات المالية باعتبار أنها توفر البيانات والمعلومات الضرورية و الفاعلة في اتخاذ القرارات الرشيدة و العقلانية.

حيث أن غياب وكالات التنقيط العالمية يؤدي إلى اتخاذ القرارات الإستثمارية في ظل الشك واللايقين و نقص البيانات الضرورية مما يؤدي إلى زيادة احتمال التعرض لمخاطر مالية ذات آثار سلبية كبيرة خصوصا مع تطور ظاهرة العولمة المالية وترابط الأسواق المالية فيما بينها.

فالتنقيط يؤدي إلى القضاء على الشك الذي يتسرب إلى نفسية المتعاملين نتيجة نقص معرفتهم بالطرف الآخر ومدى قدرته على الوفاء بالتزاماته، وبالتالي فوكالات التنقيط العالمية تساهم في توجيه قرارات المتعاملين بما يتضمن تجنبها لعنصر المخاطرة بشكل كبير، فإذا كان التنقيط سيئا فإن المتعاملين لن يغامروا بإقراض أموالهم لهذه المؤسسة أو الدخول معها في عملية شراء سندات دين لأن الواقع يشير من خلال التنقيط الممنوح للمؤسسة عدم قدرتها على الوفاء بالتزاماتها، وهذا ما يعني في حد ذاته مساهمة في الحد من

المخاطر المالية، وذلك إذا ما اعتبرنا من جهة عدد المتعاملين المتواجدين في السوق، ومن جهة أخرى طبيعة ما كان سيحدث في حالة عدم وجود وكالات التتقيط وبالتالي تعامل مختلف المستثمرين في الأسواق المالية في محيط يتميز بالشك ونقص البيانات ، وهي الحالة التي تنتج عنها اختلالات مالية بلا شك.

#### 7. أسس اعتبار وكالات التتقيط العالمية سببا في حدوث الأزمات المالية

تعرضت وكالات التتقيط العالمية الثلاثة التي تستحوذ على حوالي 90% من الحصة السوقية فيما يخص نشاط التتقيط في الإقتصاد العالمي وهي : Fitch, Moody's, Standard & Poor's إلى الكثير من الإنتقادات بخصوص طبيعة أدائها ومدى حيادها وشفافيتها ومصادقية ما تمنحه من تتقيط لمختلف المؤسسات، حيث يرى الكثير من المحللين أن وكالات التتقيط العالمية ساهمت من خلال عدة أسباب في تغليب المتعاملين ودفعهم إلى اتخاذ قرارات استثمارية خاطئة نتج عنها تعرضهم إلى حالة إفلاس، امتدت نتيجة للعولمة المالية إلى مختلف المتعاملين نظرا لترابط وتشابك العلاقات المالية، مما أدى إلى تعرض الإقتصاد العالمي لأزمة مالية حادة غير مسبوقة منذ أزمة الكساد الكبير سنة 1929، حيث تبرز هذه الأسباب فيما يلي:

#### أ\_ عدم استقلالية وكالات التتقيط

احتلت قضية استقلالية وكالات التتقيط العالمية مكانا بارزا ضمن اهتمامات المحللين ورجال السياسة بموضوع مساهمة هذه الوكالات في التسبب في الأزمة المالية العالمية، حيث يرى الكثيرون أن هذه الوكالات تتميز بعدم الإستقلالية مما أدى إلى عدم حيادها ومصادقيتها في ما تمنحه من تتقيط.

ويستشهد في إثارة موضوع مدى مساهمة وكالات التتقيط في التسبب في الأزمة المالية بالآلية التي تحصل بموجبها وكالات التتقيط على المداخل المالية نظير قيامها بنشاطها التتقيطي، حيث أن هذه الوكالات كانت تتبع منذ نشأتها ولحوالي نصف قرن من الزمن نظاما يركز بالأساس على بيع التتقيط إلى مختلف المتعاملين في الأسواق المالية الراغبين في الحصول على قراءات و تحليلات تخص المقترضين ومصدري سندات الديون تساعدهم في اتخاذ القرارات الإستثمارية، وبالتالي تجنب مشكل نقص البيانات الذي تنتج عنه في الغالب قرارات استثمارية خاطئة.

ومنذ بداية سنوات السبعينات من القرن العشرين، اتخذت وكالات التتقيط العالمية آلية أخرى أكثر ربحية بالنسبة لها تخص تحصيلها للمداخيل المالية مقابل نشاطها، حيث أصبحت تحصل على مداخيلها المالية من طرف المؤسسات المصدرة لسندات الديون بدل المتعاملين أصحاب الفائض الراغبين في الإستثمار في هذه السندات، حيث أن كل مؤسسة ترغب في طلب قرض أو طرح سندات دين يتوجب عليها طلب تتقيط من طرف هذه الوكالات يوضح مدى قدرتها على الوفاء بالتزاماتها المعنية قصد طمأنة المتعاملين وتشجيعهم على التعامل معها ومن ثم ضمان حصولها على التمويل اللازم لأنشطتها<sup>9</sup>.

وقد نتج عن هذا التوجه الجديد أن شكلت مداخيل المتعاملين أصحاب الفائض ما مقداره 10% فقط من إجمالي مداخيل وكالات التتقيط، في حين أن المداخيل المحصل عليها من طرف المؤسسات أصحاب العجز الراغبة في الحصول على تمويل تشكل 90% من إجمالي مداخيل الوكالات، وهذا ما جعل نشاط هذه الوكالات محل شك وبالتالي بروز طعن في استقلاليتها، إذ أن هذه الوكالات تحصل على مداخيل من طرف المؤسسات مقابل منحها تتقيطاً يوضح مدى قدرتها على الحصول على تمويل، وبالتالي فإن الشكوك تزايدت حول تواطؤ وكالات التتقيط مع بعض المؤسسات بمنحها تتقيطاً جيداً مقابل حصولها هي على مداخيل مالية أكبر، وزيادة على ذلك تبرز قضية أخرى تتعلق باستقلالية وكالات التتقيط، وهي أن وكالات التتقيط لن يمكنها الحصول على مداخيل مالية عالية من جهة، ولن يمكنها الإستمرار في نشاطها من جهة أخرى إن هي منحت تتقيطاً سيئاً للمؤسسات المعنية به، وبالتالي فإن شجع وكالات التتقيط العالمية وسعيها لتعظيم الأرباح ساهم في عدم مصداقية الكثير من عمليات التتقيط التي تقوم بها وهذا ما أدى إلى تغليب المتعاملين ودفعهم إلى اتخاذ قرارات استثمارية خاطئة<sup>10</sup>.

وانطلاقاً مما سبق فإنه من الواضح أن هذه الآلية الجديدة في تحصيل المداخيل كان لها الأثر البالغ على سمعة وكالات التتقيط العالمية، لكنه لم يكن له أي تأثير سلبي على رقم الأعمال الخاص بكل واحدة منها، والسبب في ذلك هو ما تمليه وتتطلبه عملية الحصول على التمويل من ضرورة طمأنة وتعزيز ثقة المتعاملين في الأسواق المالية ومن ثم فإن الطلب على التتقيط من هذه الوكالات هو طلب غير مرن، حيث أن المؤسسات الراغبة في الحصول على تمويل مجبرة على اللجوء إلى وكالات التتقيط، وبالتالي ومع تزايد المؤسسات الراغبة في الحصول على تمويل بعد الأزمة زاد عدد المؤسسات التي تلجأ إلى وكالات التتقيط

للحصول على تنقيط يوضح قدرتها الائتمانية من جهة، وباعتبار أن مداخل المؤسسات الراغبة في الحصول على تمويل هي التي تشكل النسبة الأكبر من إجمالي مداخل وكالات التنقيط بما يعادل حوالي 90% من جهة أخرى، فإن رقم أعمال كل وكالة من هاته الوكالات حقق تزايداً ملحوظاً مع حلول سنة 2011، حيث أن وكالة Moody's حققت هامش ربح قدر بـ 39%، وكالة Standard & Poor's حققت هامش ربح في الثلاثي الأول قدر بـ 43%، وكالة Fitch حققت هامش ربح قدر بـ 58%<sup>11</sup>.

#### **بـ وجود علاقات ومصالح مشتركة بين وكالات التنقيط والمؤسسات الخاضعة للتنقيط**

يدعم المشككون في مصداقية وكالات التنقيط وجهة نظرهم بحجة أن وكالات التنقيط وعن طريق المساهمين في رأسمالها تمتلك مصالح مشتركة مع مؤسسات أخرى تخضع لتنقيطها، حيث أن هناك من المساهمين في رأس مال وكالات التنقيط من يمتلك أسهماً في مؤسسات أخرى خصوصاً الكبرى منها، وبالتالي فإن ذلك يجعل من تنقيط الوكالات لهذه المؤسسات محل شك وبعيد عن المصداقية<sup>12</sup>، إذ أنه من غير المتصور أن تقوم وكالة التنقيط بتقديم تنقيط سيء لمؤسسة ما تشترك معها من ناحية بعض أعضاء مجلس الإدارة، وهذا باعتبار ما ينتج عن التنقيط السيء من آثار سلبية على المؤسسة المعنية، وبالتالي ونظراً لما تقوم به المؤسسات الكبرى من تعاقدات مالية ذات قيم كبيرة من جهة، وتعدد وتوسع قاعدة المتعاملين معها من جهة أخرى، فإن الخطر المرتبط بتعثر هذه المؤسسات يكون على درجة كبيرة مما تنتج عنه خسائر أكبر، وعلى هذا الأساس فإن ما تقوم به وكالات التنقيط من تغطية للنقائص والسلبيات المتعلقة بالمؤسسات الكبرى من خلال منحها تنقيطاً جيداً ساهم في خلق فقاعة مالية كبرى نتيجة تقييمها للأصول المالية بأكبر من قيمتها الحقيقية، حتى مجيء سنة 2008 التي عرفت انفجار هذه الفقاعة وحدوث الأزمة المالية العالمية.

#### **جـ عدم تحديث النماذج والأساليب المتبعة في تقييم الخطر**

تشير العديد من آراء الخبراء والمختصين والمحللين إلى أن الزمن قد تجاوز ما تستند إليه وكالات التنقيط من طرق و أساليب رياضية في تقييم الخطر المرتبط بأصول الدين المتداولة في الأسواق المالية، والتي يعود بناءها إلى حوالي 30 سنة خلت من قبل<sup>13</sup>.

حيث أن سوق الأوراق المالية قد شهد تطوراً كبيراً من ناحية سندات الدين المتداولة وخصوصاً من حيث الابتكارات التي جاءت بها الهندسة المالية، حيث ظهر التمويل المنظم والذي يهدف إلى تسهيل عملية التمويل وتوفير السيولة للمتعاملين، وقد كان نتاجاً لذلك تعقد العلاقات والمبادلات المالية بين مختلف الأطراف والأصول، وهو ما لم تواكبه وكالات التقييم من ناحية أساليب ونماذج تقدير الخطر المرتبط بهذه الأصول المبتكرة، وهو الأمر الذي دفع إلى تطور الابتكارات المالية فيما يخص سندات الدين المركبة لأن المؤسسات رأت بأن وكالات التقييم تمنح نفس التصنيف لسندات الدين بغض النظر عن تركيبها وطبيعتها<sup>14</sup>، زيادة على التحايل الذي تقوم به المؤسسات وعدم التطابق بين ما يعكسه الواقع الحقيقي لأصول الدين وتركيبها المشار إليها في المستندات والوثائق، كل ذلك نتج عنه سوء تقدير للخطر الحقيقي وبالتالي تقديم تقييم لأصول معينة لمؤسسات يفوق حقيقة ما تعكسه وضعيتها المالية ومقدرتها الائتمانية،

#### د- لا أخلفة النشاط و السعي إلى تعظيم الأرباح وتحقيق المصلحة الخاصة

إن ما سبق ذكره من أسباب يشير إلى وكالات التقييم لا تهدف إلا إلى تعظيم أرباحها وتعزيز حصتها السوقية، بغض النظر عن أن تقييمها المخالف لواقع الأمر قد يؤدي إلى اتخاذ قرارات استثمارية خاطئة وبالتالي التسبب في خسائر مالية كبيرة، هو ما يعني غياب الشفافية في نشاط هاته الوكالات<sup>15</sup>.

فلو تمعنا النظر لوجدنا أن وكالات التقييم يهتم بتقاريرها طرفين: الطرف الأول هم أصحاب الفائض الراغبون في استثمار أموالهم، والطرف الثاني هم أصحاب العجز الراغبون في طرح سندات دين للحصول على تمويل، وبالتالي فبعد أن كانت مداخل هذه الوكالات تتأتى لها من أصحاب الفائض، أصبحت تتأتى لها من طرف المؤسسات صاحبة العجز بحيث أنها تشكل حوالي 90% من إجمالي أرباحها، ولهذا الأساس نجد أن وكالات التقييم تميل إلى تغليب مصلحة المؤسسات الخاضعة للتقييم - وبالتالي تغليب مصلحتها هي - على حساب مصلحة أصحاب العجز، وذلك بأن تتواطأ معها في عملية التقييم بما يخدم رغبتها دون النظر إلى أن ذلك على حساب مصلحة أصحاب الفائض المتضررين من ذلك بجكم أنهم سيبنون قراراتهم الإستثمارية على أسس خاطئة، حيث أنه ونتيجة لهذا التواطؤ فإن قيم كبيرة من سندات الدين التي حصلت على تقييم AAA انخفض تقييمها فقط في غضون 8 أشهر، مما يؤكد أن تقييمها السابق (AAA) كان

مبالغا فيه، ومنح لها فقط حتى يتم تصريفها في الأسواق المالية وبالتالي حصول المؤسسة المصدرة لها على التمويل اللازم<sup>16</sup>.

## خاتمة:

شهد الإقتصاد العالمي العديد من التطورات التي أثرت على طبيعة العلاقات بين مختلف المتعاملين فيه، ولا سيما فيما يخص النشاط المالي الذي ومع تطور الهندسة المالية زادت حجم المخاطر المالية المرتبطة به، وهو ما عزز من دور وكالات التتقيط العالمية، التي يكمن هدفها الرئيسي في توفير البيانات اللازمة للمتعاملين ومساعدتهم على اتخاذ أفضل القرارات الإستثمارية، وبالتالي فهي تبرز كأداة لتجنب المخاطر وبالتالي الأزمات المالية.

لكن ولأسباب عديدة فإن هذه الوكالات تحولت إلى أداة للتسبب في المخاطر، وذلك لم يكن ليحدث لولا أنها ابتعدت عن الشفافية التي تعتبر ضرورية في أدائها نظرا لحساسية ما تقدمه من تنقيط للمؤسسات يعكس وضعيتها المالية ومقدرتها على الوفاء بالتزاماتها.

ومما لا شك فيه، ونظرا لأهمية الدور الذي تلعبه وكالات التتقيط في الإقتصاد العالمي من جهة، ولخطورة ما ينتج عن انحراف هاته الوكالات عن ما يجب أن تقوم به بالأساس، فإنه بات من الواضح ضرورة تعزيز الأطر الرقابية والتنظيمية والتشريعية الخاصة بهاته الوكالات، بما يضمن تحقيق الشفافية في أدائها والمصادقية في تنقيطها الممنوح لمختلف المؤسسات، رغم أن ذلك يعتبر أمرا معقدا خصوصا و أن هذه الوكالات أصبحت تتحكم في سير الإقتصاد العالمي، ولم يعد لديها فرق بين فرد، مؤسسة أو دولة ما دامت تسعى لتحقيق مصالحها الخاصة وتعظيم أرباحها بغض النظر عن المستفيد والخاسر من ذلك.



- 1- Jonathan Katz, and others : « Credit Rating Agencies, no easy regulatory solutions », the world bank, October 2009, p3.
- 2- Ilanah Jospé et autre : « les failles des agences de notation », 2012, p28, document sur :  
[http://www.infoguerre.fr/fichiers/Les\\_failles\\_des\\_agences\\_de\\_notation\\_2012.pdf](http://www.infoguerre.fr/fichiers/Les_failles_des_agences_de_notation_2012.pdf)
- 3- Gérard Gourguechon : « les agences de notation », document sur :  
<http://alternatives-economiques.fr/blogs/gadrey/files/agences-de-notation26p.pdf> , p8.
- 4- Ibid, pp 5-10.
- 5- Ilanah Jospé et autre : op-cit, p9.
- 6- Ibid, p7.
- 7- Gérard Gourguechon : op-cit, p8.
- 8- Lawrence White: « credit rating agencies and financial crisis », Journal of international banking law and regulation, Volume 25, Issue 4, 2010 p4.
- 9- Maurice Mullard : « the credit rating agencies and their contribution to the Financial crisis », The Political Quarterly, Vol. 83, No. 1, January–March 2012, p80.
- 10- John Patrick Hunt: « credit rating agencies and the worldwide credit crisis », Columbia Business Law Review, Vol. 2009, No. 1 , p32.
- 11- Gérard Gourguechon : op-cit, p6.
- 12- Maurice Mullard : op-cit, p93.
- 13- Partnoy Frank: "How and why credit rating agencies are not like Other gatekeepers", Brookings Institution.2006, p. 13.
- 14- Jonathan Katz and others: op-cit, p3.
- 15- John Patrick Hunt: op-cit, p22.
- 16- Maurice Mullard : op-cit, p93.